

温氏股份 (300498.SZ)

强烈推荐 (维持)

生猪成本继续领先，黄鸡价格低迷拖累盈利

消费品/农林牧渔

目标估值:

当前股价: 18.19 元

公司生猪养殖成本继续领先，但黄鸡价格低迷拖累盈利表现。生猪反内卷稳步推进，或抬升 26 年猪价中枢，公司有望凭借低成本优势充分释放利润弹性。维持“强烈推荐”投资评级。

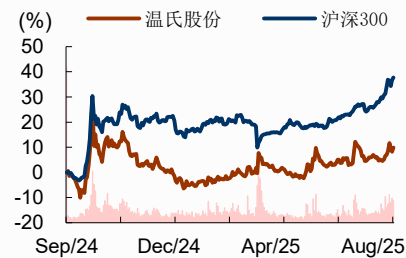
基础数据

总股本 (百万股)	6654
已上市流通股 (百万股)	5963
总市值 (十亿元)	121.0
流通市值 (十亿元)	108.5
每股净资产 (MRQ)	6.3
ROE (TTM)	27.0
资产负债率	50.6%
主要股东	温鹏程
主要股东持股比例	3.91%

□ 生猪成本继续领先，黄鸡价格低迷拖累盈利。公司披露 2025 年半年报。报告期内，公司实现收入 499 亿元 (yoy+5.9%)、归母净利润 34.7 亿元 (同比+144%)。25Q2，公司实现收入 255 亿元 (yoy+1.2%)、归母净利润 14.7 亿元 (同比-43%)。分板块来看：1) 生猪板块。25H1，公司出栏生猪 1793 万头 (yoy+25%)。25Q2，公司出栏生猪 934 万头 (其中商品猪 844 万头)，同比+30%，估算综合成本 12.0-12.5 元/公斤，商品猪头均盈利 270-320 元。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	13	10
相对表现	-7	-3	-27



资料来源: 公司数据、招商证券

2) 黄鸡板块。25H1，公司出栏肉鸡 5.98 亿羽 (yoy+9.2%)。25Q2，公司出栏肉鸡 3.16 亿羽 (yoy+13%)，估算综合成本 11.0-11.5 元/公斤，只均亏损 1.0-1.5 元，另计提存货跌价准备 5.1 亿元。公司生猪养殖板块成本继续改善，头均盈利处于行业领先水平，但黄鸡价格低迷对公司盈利形成一定拖累。

□ 养殖成本稳步下行，现金流持续改善。成本方面，受益于饲料成本下降、生产成绩优化以及管理精进，公司商品猪完全成本逐月下降，7 月肉猪养殖综合成本已降至 12.2 元/公斤，后续仍有下降空间。现金流方面，25Q2，受益于养殖成本下降以及资本开支减少，公司实现经营性现金净流入 26.5 亿元，支撑公司资产负债率环比下降 0.88 个百分点至 51%，已处行业低位水平。公司继续保持稳健的财务政策，目标降至 45% 以内。

相关报告

- 《温氏股份 (300498) — 负债率持续改善，25Q1 盈利略超预期》2025-04-28
- 《温氏股份 (300498) — 盈利加速释放，负债表逐季修复》2024-10-24
- 《温氏股份 (300498) — 出栏稳步增长，24Q2 环比扭亏》2024-08-28

□ 反内卷稳步推进，或抬升 26 年猪价中枢。反内卷背景下，政策端基于提振 CPI 的目标着手调控母猪产能，根据农业农村部数据，7 月末，全国能繁母猪存栏 4042 万头，环比下降 1 万头、降幅 0.02%，生猪反内卷成效渐现。综合能繁母猪存栏、出栏体重以及生产效率等，估算 26 年生猪供给降幅约 3.0%，对应全年猪价 16-17 元/公斤，“低成本+”猪企利润弹性可期。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。25Q2，公司生猪养殖成本继续领先，但黄鸡价格低迷拖累盈利表现。生猪反内卷稳步推进，或抬升 26 年猪价中枢，公司有望凭借低成本优势充分释放利润弹性。我们维持对公司 2025-2027 年盈利预测分别为 91.6 亿元、113 亿元、131 亿元，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：猪价表现/公司规模扩张低于预期；养殖成本改善不及预期；突发大规模不可控疫情。

朱卫华 S1090511030001

✉ zhuweihua@cmschina.com.cn

施腾 S1090522080002

✉ shiteng@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	89921	104924	102671	109439	115185
同比增长	7%	17%	-2%	7%	5%
营业利润(百万元)	(6137)	9960	9746	11960	13839
同比增长	-200%	-262%	-2%	23%	16%
归母净利润(百万元)	(6390)	9230	9157	11291	13103
同比增长	-221%	-244%	-1%	23%	16%
每股收益(元)	-0.96	1.39	1.38	1.70	1.97
PE	-18.9	13.1	13.2	10.7	9.2
PB	3.7	3.0	2.5	2.1	1.8

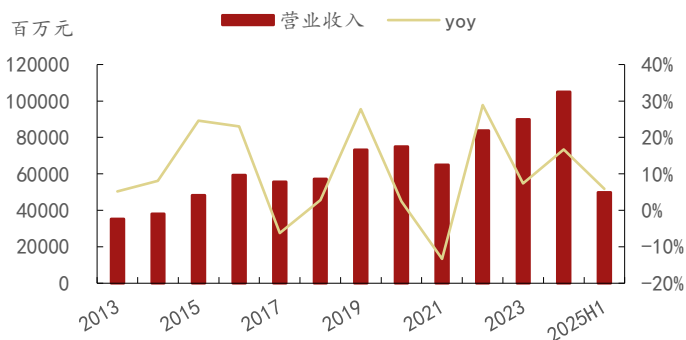
资料来源: 公司数据, 招商证券

表 1: 2022Q3-2025Q2, 公司各季度业绩回顾

百万元	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
营业收入	24325	27847	19971	21218	23500	25214	21842	24898	28644	29479	24318	25543
YOY	52.6%	51.5%	36.9%	25.2%	-3.4%	-9.5%	9.4%	17.3%	21.9%	16.9%	11.3%	2.6%
营业成本	17737	21142	21383	21616	21435	24713	21128	20545	21403	23640	20843	22146
毛利润	6589	6705	(1413)	(398)	2065	501	714	4353	7242	5839	3474	3397
毛利率	27%	24%	-7.1%	-1.9%	8.8%	2.0%	3.3%	17%	25%	20%	14%	13%
销售费用	207	264	221	221	226	238	216	220	220	262	219	249
管理费用	1071	1311	842	1227	1159	1184	1142	1116	1393	1426	968	921
研发费用	118	200	125	136	139	192	127	173	162	212	142	220
财务费用	565	296	248	438	287	240	283	267	195	291	190	183
营业利润	4413	5123	(2808)	(1803)	134	(1660)	(1247)	2806	5216	3185	2111	1485
少数股东损益	253	158	(71)	20	(9.1)	60.8	(20.6)	122	126	153	73	(17)
归母净利润	4209	4603	(2749)	(1940)	159	(1860)	(1236)	2563	5081	2822	2001	1473

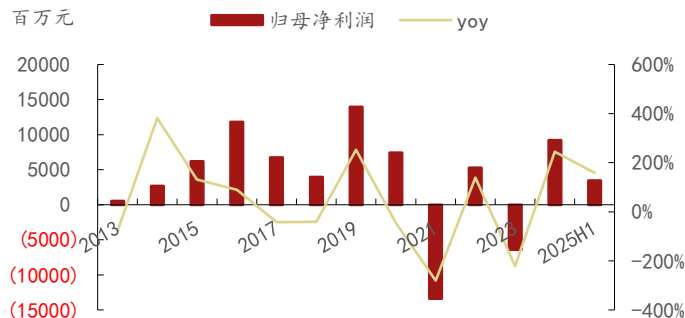
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 1: 2013-2025H1, 公司营业收入及其变化情况



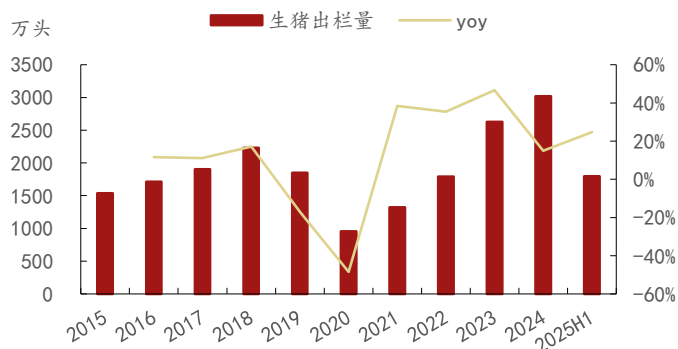
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 2: 2013-2025H1, 公司归母净利润及其变化情况



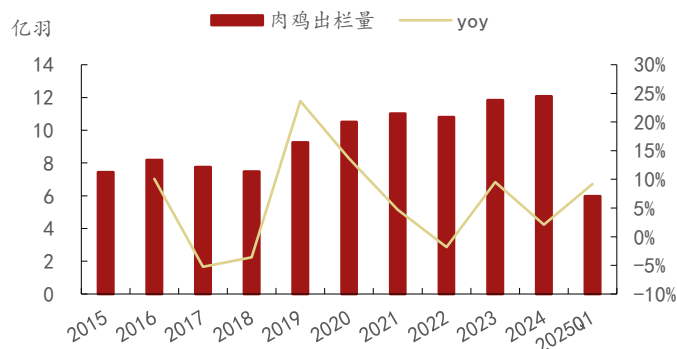
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 3: 2015-2025H1, 公司生猪出栏量情况



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 4: 2015-2025H1, 公司肉鸡出栏量情况



资料来源: 公司公告, 招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	33310	35523	38625	50361	64042
现金	4266	4460	7890	18194	30535
交易性投资	2217	2083	2083	2083	2083
应收票据	0	2	2	2	2
应收款项	521	552	540	575	606
其它应收款	1737	1360	1331	1418	1493
存货	20336	19401	19272	20097	20919
其他	4234	7665	7508	7992	8405
非流动资产	59585	58335	56822	54494	51467
长期股权投资	1359	1422	1422	1422	1422
固定资产	34372	35218	34380	32658	30172
无形资产商誉	6562	6459	5813	5232	4709
其他	17291	15236	15206	15183	15164
资产总计	92895	93858	95447	104856	115509
流动负债	31138	29136	23520	23919	24317
短期借款	2475	1432	1500	1500	1500
应付账款	11027	8884	8825	9203	9579
预收账款	374	372	369	385	401
其他	17263	18448	12825	12831	12837
长期负债	25910	20744	20744	20744	20744
长期借款	7597	4511	4511	4511	4511
其他	18313	16233	16233	16233	16233
负债合计	57048	49880	44264	44663	45061
股本	6652	6654	6654	6654	6654
资本公积金	9819	10135	10135	10135	10135
留存收益	16590	24163	30991	39535	49250
少数股东权益	2786	3025	3403	3868	4408
归属于母公司所有者权益	33061	40952	47780	56324	66039
负债及权益合计	92895	93858	95447	104856	115509

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7594	19586	15576	16094	17680
净利润	(6389)	9611	9534	11757	13643
折旧摊销	4844	4850	5513	5327	5028
财务费用	1329	1098	564	342	252
投资收益	(857)	50	(300)	(300)	(300)
营运资金变动	8772	4171	265	(1033)	(943)
其它	(106)	(193)	0	0	0
投资活动现金流	(3315)	(7546)	(3700)	(2700)	(1700)
资本支出	(9775)	(9135)	(4000)	(3000)	(2000)
其他投资	6460	1589	300	300	300
筹资活动现金流	(4576)	(10378)	(8447)	(3089)	(3639)
借款变动	(796)	(6102)	(5554)	0	0
普通股增加	98	2	0	0	0
资本公积增加	916	317	0	0	0
股利分配	(1966)	(1663)	(2329)	(2747)	(3387)
其他	(2827)	(2931)	(564)	(342)	(252)
现金净增加额	(297)	1662	3430	10304	12341

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	89921	104924	102671	109439	115185
营业成本	89147	86715	86137	89825	93499
营业税金及附加	143	162	159	169	178
营业费用	907	918	873	1204	1267
管理费用	4413	5078	4877	5472	5644
研发费用	592	675	616	766	806
财务费用	1213	1035	564	342	252
资产减值损失	(216)	(327)	0	0	0
公允价值变动收益	(512)	(259)	100	100	100
其他收益	226	255	100	100	100
投资收益	857	(50)	100	100	100
营业利润	(6137)	9960	9746	11960	13839
营业外收入	37	28	50	50	50
营业外支出	270	416	300	300	300
利润总额	(6371)	9572	9496	11710	13589
所得税	18	(39)	(38)	(47)	(54)
少数股东损益	1	381	378	466	540
归属于母公司净利润	(6390)	9230	9157	11291	13103

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	7%	17%	-2%	7%	5%
营业利润	-200%	-262%	-2%	23%	16%
归母净利润	-221%	-244%	-1%	23%	16%
获利能力					
毛利率	0.9%	17.4%	16.1%	17.9%	18.8%
净利率	-7.1%	8.8%	8.9%	10.3%	11.4%
ROE	-17.6%	24.9%	20.6%	21.7%	21.4%
ROIC	-8.8%	20.4%	18.4%	20.0%	19.8%
偿债能力					
资产负债率	61.4%	53.1%	46.4%	42.6%	39.0%
净负债比率	17.9%	12.3%	6.3%	5.7%	5.2%
流动比率	1.1	1.2	1.6	2.1	2.6
速动比率	0.4	0.6	0.8	1.3	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.1	1.1	1.1	1.0
存货周转率	4.4	4.4	4.5	4.6	4.6
应收账款周转率	170.0	195.0	187.0	196.0	194.0
应付账款周转率	9.6	8.7	9.7	10.0	10.0
每股资料(元)					
EPS	-0.96	1.39	1.38	1.70	1.97
每股经营净现金	1.14	2.94	2.34	2.42	2.66
每股净资产	4.97	6.15	7.18	8.46	9.92
每股股利	0.10	0.35	0.41	0.51	0.59
估值比率					
PE	-18.9	13.1	13.2	10.7	9.2
PB	3.7	3.0	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA		9.7	9.6	8.6	8.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。